

改革成效显著 关注新老品过渡

2023 年 08 月 29 日

➤ **事件:** 公司 8 月 28 日发布 2023 年半年报, 2023 年 H1 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 29.12/8.48/8.34 亿元, 同比+26.79%/+14.64%/+15.85%; 23Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 13.21/3.12/3.04 亿元, 同比+34.03%/+22.78%/+23.67%。截至 23Q2 合同负债 7.27 亿元, 同比+83.47%, 预收蓄水池高位, 看好公司未来业绩高弹性。

➤ **高档酒占比稳中有升, 渠道改革初有成效。分产品看:** 23Q2 高档白酒/中档白酒/低档白酒实现营收 12.60/0.12/0.23 亿元, 同比+36.45%/-40.75%/+45.82%, 占比 97.26%/0.94%/1.80%。高档酒营收增速较快, 一方面来自新品“兼”系列全面铺货带来的营收增量, 另一方面系渠道预期老品 Q2 末停货、停政策后的主动囤货。**分区域看:** 23Q2 安徽省内/省外实现营收 10.66/2.30 亿元, 同比+31.12%/+56.08%, 占比 82.26%/17.74%。公司省内市场皖南强于皖北, 皖北强于皖中。省外则聚焦重点市场, 年内不断加大招商力度有序开拓。**分渠道看:** 23Q2 直销(含团购)/批发代理实现营收 0.28/12.68 亿元, 同比+106.44%/+33.92%, 占比 2.17%/97.83%。直销团购渠道实现翻倍增长, 验证了公司上半年重点围绕渠道扁平化和团购业务建设上取得阶段性进展。**经销商数量上:** 截至 Q2 安徽省内/省外经销商数量分别为 488/416 个, 相较 Q1 结束时-16/+24 个。

➤ **上半年利润率略下滑, 整体费效提升。** 23H1 毛/净利率 73.86%/29.11%, 同比-1.61pcts/-3.08pcts, 其中 23Q2 毛/净利率 70.52%/ 23.63%, 同比-1.54pcts/ -2.16pcts, 毛利率下滑或因新品上市初期货折增加所致。23H1 销售/管理/研发费用率 13.67%/5.98%/0.19%, 同比-1.23pcts/+0.44pcts/-0.32pcts, 23Q2 销售/管理/研发费用率 14.90%/6.89%/0.15%, 同比+0.04pcts/-0.11pcts/-0.45pcts。23H1 新品推广期间销售费用率不增反降, 或因渠道改革后厂家主导市场工作, 费用投放管理更加精细化。

➤ **兼系列引领产品结构升级, 渠道改革强化管控。** 新品兼 10/20/30 占位 300+/400+/1000 元价格带, 因与老品间价差较大上市后表现一般。未来随着老品政策终止, 老品终端价格上涨并逐渐和新品缩小价差, 叠加公司持续通过企业家沙龙、品鉴等活动开展消费者培育, 提升新品动销和复购率, 新老品将实现过渡。渠道方面公司在地级市成立区域经销平台公司, 加速渠道的扁平化, 强化对终端掌控。未来渠道扁平化结构及厂家主导费用投放的模式, 有利于费效提升。

➤ **投资建议:** 公司受益于区域经济强韧性带来的省内次高端价位带的持续扩容。展望下半年, 在持续完善安徽运营中心工作机制的基础上, 加快推动传统渠道转型, 不断提升渠道终端掌控力和覆盖率, 叠加新老产品交替, 兼系列或实现突破放量。看好公司未来业绩高弹性。我们预计 23-25 年归母净利润分别为 18.9/22.2/25.9 亿元, 当前股价对应 PE 分别 18/16/13 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 省内市场竞争环境持续恶化; 新品“兼”系列上市推广及公司渠道改革成效不达预期; 宏观经济承压, 消费场景冲击超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5135	6021	6979	8083
增长率(%)	2.1	17.2	15.9	15.8
归属母公司股东净利润(百万元)	1550	1888	2219	2593
增长率(%)	-10.2	21.8	17.5	16.9
每股收益(元)	2.58	3.15	3.70	4.32
PE	23	18	16	13
PB	3.9	3.5	3.2	2.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

58.14 元



分析师

王言海

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

电话: 021-80508452

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

1. 口子窖 (603589.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 渠道改革加速, 新品增量可期-2023/05/04
2. 口子窖 (603589.SH) 2022 年三季报点评: 业绩环比改善 期待改革显效-2022/10/28
3. 口子窖 (603589.SH) 2022 年中报点评: Q2 业绩承压, 期待渠道改革加速-2022/08/29
4. 口子窖 (603589.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 22Q1 业绩低于预期 U 型底已筑拐点仍需等待-2022/04/29
5. 口子窖 (603589.SH) 公司深度报告: 充分受益安徽经济高成长, 徽酒龙头改革向上-2022/01/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5135	6021	6979	8083
营业成本	1327	1446	1642	1817
营业税金及附加	782	920	1061	1253
销售费用	700	819	949	1115
管理费用	268	323	384	461
研发费用	25	27	32	37
EBIT	2035	2488	2914	3403
财务费用	-41	-20	-34	-43
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	23	30	35	40
营业利润	2101	2538	2982	3486
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	2102	2538	2982	3486
所得税	552	650	764	893
净利润	1550	1888	2219	2593
归属于母公司净利润	1550	1888	2219	2593
EBITDA	2243	2712	3161	3678

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1680	2806	3598	4601
应收账款及票据	343	730	847	981
预付款项	34	38	44	48
存货	4211	4223	4796	5308
其他流动资产	475	476	476	477
流动资产合计	6743	8273	9761	11415
长期股权投资	0	30	65	105
固定资产	2547	2580	2605	2628
无形资产	516	516	515	514
非流动资产合计	4792	4848	4910	4972
资产合计	11535	13122	14671	16388
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	806	916	1041	1152
其他流动负债	1646	2132	2432	2733
流动负债合计	2452	3049	3473	3885
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	178	181	183	183
非流动负债合计	178	181	183	183
负债合计	2630	3229	3656	4068
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8904	9892	11015	12320
负债和股东权益合计	11535	13122	14671	16388

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.12	17.24	15.93	15.82
EBIT 增长率	0.24	22.24	17.14	16.77
净利润增长率	-10.24	21.79	17.52	16.89
盈利能力 (%)				
毛利率	74.16	75.99	76.47	77.52
净利率	30.19	31.36	31.79	32.08
总资产收益率 ROA	13.44	14.39	15.12	15.82
净资产收益率 ROE	17.41	19.08	20.14	21.05
偿债能力				
流动比率	2.75	2.71	2.81	2.94
速动比率	1.02	1.32	1.42	1.56
现金比率	0.68	0.92	1.04	1.18
资产负债率 (%)	22.80	24.61	24.92	24.82
经营效率				
应收账款周转天数	0.23	0.18	0.18	0.18
存货周转天数	1158.37	1066.17	1066.17	1066.17
总资产周转率	0.46	0.49	0.50	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	2.58	3.15	3.70	4.32
每股净资产	14.84	16.49	18.36	20.53
每股经营现金流	1.38	3.79	3.60	4.31
每股股利	1.50	1.83	2.15	2.51
估值分析				
PE	23	18	16	13
PB	3.9	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	15.11	12.50	10.72	9.22
股息收益率 (%)	2.58	3.14	3.69	4.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1550	1888	2219	2593
折旧和摊销	208	224	247	275
营运资金变动	-927	192	-269	-240
经营活动现金流	829	2275	2162	2589
资本开支	-398	-255	-272	-297
投资	269	0	0	0
投资活动现金流	-90	-246	-272	-297
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-2	0
筹资活动现金流	-899	-902	-1098	-1288
现金净流量	-160	1127	792	1003

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026